2020년 12월 04일 I Equity Research

SK텔레콤 (017670)

SKT 연말 조직 개편의 시사점

매수/TP 33만원 유지, 호재 넘쳐나는 상황, 결국 주가 오를 것

SKT에 대해 투자의견 매수, 12개월 목표가 33만원을 유지한다. 이동전화 ARPU 상승 기대감이 높아지는 가운데 지배구조개편이 이슈화되는 양상이기 때문이다. 점차 호재가 넘쳐나는 상황이라 주가는 꾸준히 우상향하는 패턴을 나타낼 것으로 판단된다.

SKT 2021년 중간지주회사로 전환 추진 가능성이 높아지는 상황

SK그룹이 연말 인사를 단행하였다. 박정호 SKT CEO가 부회장으로 승진하면서 하이닉스까지 맡게 되는 체재를 갖춘 것이 가장 큰 특징이라고 볼 수 있다. 이로서 SKT는 이미 중간지주사로의 역할을 수행한다고 볼 수 있으며, 2021년 하반기 물적분할을 통해 정식으로 지배구조 개편을 추진할 것으로 예상된다.

정부 규제/노이즈 감안 시 인적분할 추진 가능성은 낮다는 판단

일부에선 SKT의 인적분할 가능성을 언급하는데 이는 사실상 추진 가능성이 낮다. 상당한 위험을 감수하고 SK그룹이 기업분할을 추진해야 하기 때문이다. 구체적으로는 1) SK텔레콤의 형태 변환에 따른 과기부/과방위 인가 이슈가 발생할 수 있고, 2) 주주총회 통과 부담이 크며, 3) 대주주 공개 매수 실패 위험이 존재하고, 4) 대주주 지분율 늘리기 논쟁이 심화되며 언론의 뭇매를 맞을 가능성이 높기 때문이다.

지주사-중간지주사 합병/SKT Mobile 상장 가능성도 낮아

마찬가지로 향후 SK(지주)-SKT홀딩스(중간지주회사)간 합병 가능성도 낮다. 최소한 향후 3년 이내에는 추진 가능성이 낮아 보인다. 자사주를 활용하면 신주발생주식수를 줄일 수는 있지만 이 역시 대주주에 유리한 판짜기, 하이닉스 이익 빼가기 논란에서 자유로울 수 없어 언론에서 노이즈가 발생할 것이 자명하기 때문이다. 대주주가 선호할 방안이라고 보기 어렵다. SKT Mobile (MNO)을 물적 분할한 후 상장(IPO) 추진할 가능성도 당분간은 낮다. 1) 공정거래법상 당장은 하이닉스 지분 30%를 취득하지 않아도 되고, 2) 상장 시 SKT Mobile에 대한 규제 강도가 높아질 수 있으며, 3) 현재 기업 가치로 볼 때 최적의 시점으로 보기 어렵기 때문이다.

박정호 부회장 중간지주사 CEO 하면서 M&A/IPO 총괄할 것

결국 종합해보면 SKT 지배구조개편 작업은 SKT가 중간지주사로 전환하면서 무선사업부문(SKT MNO)을 물적분할하는 형태로 최종 결론 날 가능성이 높아 보인다. 현 SKT CEO인 박정호 부회장은 향후 중간지주사 CEO 역할과 더불어 하이닉스 경영까지도 관여하는 중책을 맡을 것으로 보인다. 이렇다고 볼 때 기존 SKT 주주에겐 긍정적이다. SKT Mobile과 하이닉스 배당 성향이 높아지는 가운데 SKT 중간지주사가 안정적 배당금 지급과 더불어 미래 성장을 위한 M&A 작업에 적극적으로 뛰어들 공산이 크기 때문이다. 더불어 M&A 또는 스타트업을 통해 키운 자회사를 IPO 작업을 통해 시장에서 가치를 입증할 것으로 보여 긍정적이다.

기업분석(Report)

BUY

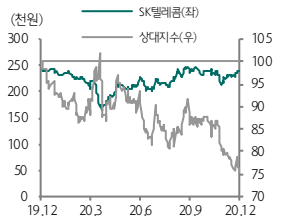
I TP(12M): 330,000원 I CP(12월04일): 239,500원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,731.45
52주 최고/최저(원)	248,500/165,500
시가총액(십억원)	19,338.6
시가총액비중(%)	1.03
발행주식수(천주)	80,745.7
60일 평균 거래량(천주)	301,566.2
60일 평균 거래대금(십억원)	70.2
20년 배당금(예상,원)	10,000
20년 배당수익률(예상,%)	4.58
외국인지분율(%)	33.94
주요주주 지분율(%)	
SK 외 4 인	26.78
국민연금공단	11.41

주가상승률	1M	6M	12M
절대	9.6	5.5	0.2
상대	(5.4)	(16.9)	(24.1)

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	18,565.2	19,525.4
영업이익(십억원)	1,282.0	1,438.6
순이익(십억원)	1,382.7	1,848.5
EPS(원)	17,148	22,950
BPS(원)	332,384	346,689

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	16,874.0	17,743.7	18,427.4	19,340.8	20,400.2
영업이익	십억원	1,201.8	1,110.0	1,272.8	1,466.7	1,733.1
세전이익	십억원	3,976.0	1,162.7	1,758.2	2,487.4	3,111.3
순이익	십억원	3,127.9	889.9	1,370.4	1,920.8	2,401.2
EPS	원	38,738	11,021	16,972	23,789	29,738
증감율	%	20.31	(71.55)	54.00	40.17	25.01
PER	배	6.96	21.60	14.05	10.03	8.02
PBR	배	0.89	0.78	0.75	0.72	0.68
EV/EBITDA	배	6.45	5.57	5.05	4.88	4.51
ROE	%	15.52	3.92	5.83	7.80	9.25
BPS	원	302,806	305,327	318,956	332,940	351,983
DPS	원	10,000	10,000	10,000	12,000	12,000

Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

RA 이재서
02-3771-7541
jaeseo.lee@hanafn.com

하나금융투자

표 1. SKT 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %, %p)

구 분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	**4,450.4**	**4,602.8**	**4,730.8**	**4,643.4**	**4,689.8**	**4,804.4**	**4,879.4**	**4,967.1**
영업이익	**302.0**	**359.5**	**361.5**	**249.8**	**356.5**	**364.6**	**417.2**	**328.4**
(영업이익률)	8.5	8.9	8.2	4.8	7.6	7.8	8.1	5.7
세전이익	370.0	548.3	521.8	318.1	428.1	567.8	783.3	708.3
순이익	**306.8**	**432.2**	**395.7**	**244.9**	**329.6**	**437.2**	**603.1**	**545.4**
(순이익률)	6.9	9.4	8.4	5.3	7.0	9.1	12.4	11.0

주: IFRS 15 기준, 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: SKT, 하나금융투자

그림 1. SKT가 인적분할을 추진할 가능성이 낮은 이유

1. SK텔레콤의 형태 변환에 따른 과기부/과방위 인가 이슈가 발생할 수 있음
2. 주주총회 통과 부담이 큼
3. 대주주 공개 매수 실패 위험이 존재
4. 대주주 지분율 늘리기 논쟁이 심화되며 언론의 뭇매를 맞을 가능성이 높음

자료: 하나금융투자

그림 2. SKT Mobile(MNO)이 당분간 IPO를 추진할 가능성이 낮은 이유

1. 공정거래법상 당장은 하이닉스 지분 30%를 취득하지 않아도 됨
2. SKT Mobile 상장 시 SKT Mobile에 대한 정부 규제 강도가 높아질 수 있음
3. 현재 SKT MNO와 하이닉스 기업 가치로 볼 때 IPO 시점이 적절치 않음

자료: 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**16,874.0**	**17,743.7**	**18,427.4**	**19,340.8**	**20,400.2**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	16,874.0	17,743.7	18,427.4	19,340.8	20,400.2
판관비	15,672.2	16,633.7	17,154.5	17,874.1	18,667.1
영업이익	**1,201.8**	**1,110.0**	**1,272.8**	**1,466.7**	**1,733.1**
금융손익	(128.8)	(287.8)	(200.7)	(107.1)	(107.2)
종속/관계기업손익	3,270.9	449.5	777.8	1,296.9	1,654.4
기타영업외손익	(367.9)	(109.1)	(91.7)	(169.1)	(169.0)
세전이익	**3,976.0**	**1,162.7**	**1,758.2**	**2,487.4**	**3,111.3**
법인세	844.0	300.7	378.6	572.1	715.6
계속사업이익	3,132.0	861.9	1,379.6	1,915.3	2,395.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**3,132.0**	**861.9**	**1,379.6**	**1,915.3**	**2,395.7**
비지배주주지분 순이익	4.1	(28.0)	9.2	(5.5)	(5.5)
지배주주순이익	**3,127.9**	**889.9**	**1,370.4**	**1,920.8**	**2,401.2**
지배주주지분포괄이익	3,000.5	892.3	1,627.6	1,896.3	2,371.9
NOPAT	946.7	822.9	998.7	1,129.4	1,334.5
EBITDA	4,486.1	5,045.8	5,385.9	5,591.7	5,858.1
성장성(%)					
매출액증가율	(3.69)	5.15	3.85	4.96	5.48
NOPAT증가율	(21.11)	(13.08)	21.36	13.09	18.16
EBITDA증가율	(6.23)	12.48	6.74	3.82	4.76
영업이익증가율	(21.79)	(7.64)	14.67	15.23	18.16
(지배주주)순익증가율	20.31	(71.55)	53.99	40.16	25.01
EPS증가율	20.31	(71.55)	54.00	40.17	25.01
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	26.59	28.44	29.23	28.91	28.72
영업이익률	7.12	6.26	6.91	7.58	8.50
계속사업이익률	18.56	4.86	7.49	9.90	11.74

대차대조표

(단위:십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**7,958.8**	**8,102.3**	**8,390.5**	**8,592.6**	**9,459.2**
금융자산	2,806.6	2,360.5	2,907.5	2,876.7	3,739.6
현금성자산	1,506.7	1,270.8	2,004.2	1,896.1	2,771.1
매출채권	2,008.6	2,231.0	2,199.7	2,353.0	2,454.4
재고자산	288.1	162.9	208.0	222.5	232.1
기타유동자산	2,855.5	3,347.9	3,075.3	3,140.4	3,033.1
비유동자산	**34,410.3**	**36,509.3**	**37,864.0**	**39,208.3**	**40,200.2**
투자자산	13,562.2	14,401.9	15,369.0	16,363.3	17,020.1
금융자산	750.4	1,016.7	1,277.1	1,288.8	1,296.6
유형자산	10,718.4	12,334.3	12,731.8	13,056.8	13,381.8
무형자산	**8,452.1**	**7,815.6**	**8,071.4**	**8,066.4**	**8,051.4**
기타비유동자산	**1,677.6**	**1,957.5**	**1,691.8**	**1,721.8**	**1,746.9**
자산총계	**42,369.1**	**44,611.6**	**46,254.5**	**47,800.9**	**49,659.4**
유동부채	**6,847.6**	**7,787.7**	**7,061.5**	**7,268.8**	**7,464.4**
금융부채	1,488.5	1,766.0	1,621.5	1,631.5	1,639.3
매입채무	381.3	438.3	383.6	410.4	428.0
기타유동부채	4,977.8	5,583.4	5,056.4	5,226.9	5,397.1
비유동부채	**13,172.3**	**14,000.4**	**14,620.3**	**14,858.8**	**15,012.7**
금융부채	**8,591.8**	**9,635.6**	**10,321.0**	**10,396.9**	**10,439.9**
기타비유동부채	4,580.5	4,364.8	4,299.3	4,461.9	4,572.8
부채총계	**20,019.9**	**21,788.1**	**21,681.8**	**22,127.6**	**22,477.1**
지배주주지분	**22,470.9**	**22,956.8**	**24,057.3**	**25,186.5**	**26,724.1**
자본금	**44.6**	**44.6**	**44.6**	**44.6**	**44.6**
자본잉여금	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9
자본조정	(2,260.8)	(1,909.4)	(1,697.4)	(1,697.4)	(1,697.4)
기타포괄이익누계액	(373.4)	(329.6)	(51.1)	(51.1)	(51.1)
이익잉여금	22,144.5	22,235.3	22,845.3	23,974.5	25,512.1
비지배주주지분	**(121.6)**	**(133.3)**	**515.3**	**486.8**	**458.2**
자본총계	**22,349.3**	**22,823.5**	**24,572.6**	**25,673.3**	**27,182.3**
순금융부채	7,273.7	9,041.1	9,035.0	9,151.6	8,339.6

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	38,738	11,021	16,972	23,789	29,738
BPS	302,806	305,327	318,956	332,940	351,983
CFPS	58,219	64,560	72,296	83,232	90,959
EBITDAPS	55,558	62,490	66,702	69,251	72,549
SPS	208,977	219,748	228,215	239,527	252,648
DPS	10,000	10,000	10,000	12,000	12,000
주가지표(배)					
PER	6.96	21.60	14.05	10.03	8.02
PBR	0.89	0.78	0.75	0.72	0.68
PCFR	4.63	3.69	3.30	2.87	2.62
EV/EBITDA	6.45	5.57	5.05	4.88	4.51
PSR	1.29	1.08	1.05	1.00	0.94
재무비율(%)					
ROE	15.52	3.92	5.83	7.80	9.25
ROA	8.25	2.05	3.02	4.08	4.93
ROIC	5.22	3.87	4.50	4.94	5.77
부채비율	89.58	95.46	88.24	86.19	82.69
순부채비율	32.55	39.61	36.77	35.65	30.68
이자보상배율(배)	3.91	2.79	4.62	9.90	11.69

현금흐름표

(단위:십억원)

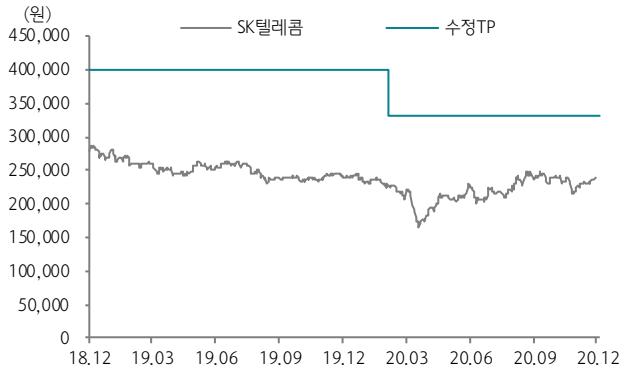
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**4,332.6**	**3,986.1**	**5,501.9**	**6,177.8**	**6,826.0**
당기순이익	3,132.0	861.9	1,379.6	1,915.3	2,395.7
조정	117	396	424	414	414
감가상각비	3,284.3	3,935.8	4,113.1	4,125.0	4,125.0
외환거래손익	(0.4)	0.4	(1.1)	0.0	0.0
지분법손익	(3,270.9)	(449.5)	(407.9)	0.0	0.0
기타	104.0	(3,090.7)	(3,280.1)	(3,711.0)	(3,711.0)
영업활동 자산부채 변동	25.9	(836.3)	(114.4)	127.0	294.9
투자활동 현금흐름	**(4,047.7)**	**(3,582.5)**	**(3,939.8)**	**(5,569.7)**	**(5,127.8)**
투자자산감소(증가)	(2,831.4)	(839.7)	(967.1)	(994.3)	(656.9)
자본증가(감소)	(2,734.1)	(3,357.4)	(3,941.0)	(4,450.0)	(4,450.0)
기타	1,517.8	614.6	968.3	(125.4)	(20.9)
재무활동 현금흐름	**(238.3)**	**(636.8)**	**(836.6)**	**(716.3)**	**(823.2)**
금융부채증가(감소)	2,269.1	1,321.3	540.9	85.9	50.9
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,801.3)	(1,239.4)	(646.1)	(10.6)	(10.5)
배당지급	(706.1)	(718.7)	(731.4)	(791.6)	(863.6)
현금의 증감	**49.0**	**(235.9)**	**733.4**	**(108.1)**	**875.0**
Unlevered CFO	4,700.9	5,213.0	5,837.6	6,720.6	7,344.6
Free Cash Flow	1,540.2	610.2	1,556.0	1,727.8	2,376.0

자료: 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK텔레콤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.9	BUY	330,000		
19.10.30	1 년 경과		-	-
18.10.30	BUY	400,000	-36.11%	-27.63%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.99%	7.01%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 12월 04일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 회사가 1%이상의 주식등을 보유한 법인(5%미만)
- 본자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2020년 12월 4일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- IB업무관련 비밀유지약정 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경우
- 보증 · 배서 · 담보제공 · 채무인수 등 채무이행 직 · 간접 보장 법

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.